



29 June 2015

par Eric Chaney et
l'équipe Recherche & Stratégie d'Investissement

Grèce : Rupture des négociations et appel à un référendum

Ce que nous savons

Vendredi 26 juin, Alexis Tsipras recevait une offre des créanciers combinant un crédit de 15,7 milliards d'euros et une prolongation de 5 mois du plan de sauvetage, à dater du 1er juillet. L'offre comprenait également une proposition de la Commission sur « un nouveau départ pour l'emploi et la croissance ». La réunion de l'Eurogroupe prévue le samedi visait à affiner cette proposition et discuter des « futurs besoins financiers et de la soutenabilité de la dette grecque ». Autrement dit, à réfléchir à un troisième plan de sauvetage et une restructuration de la dette.

Mais le gouvernement grec a choisi, vendredi soir, de rejeter cette offre et d'organiser un référendum le dimanche 5 juillet, afin de soumettre à la population grecque la proposition des créanciers, sans toutefois en avertir ses partenaires de la zone euro. Tous les membres du gouvernement grec ont fait savoir qu'ils voteront Non.

L'Eurogroupe a unanimement (à l'exception de la Grèce) décidé de retirer sa proposition, précisant que le programme en cours prendra fin comme prévu le mardi 30 juin et que les institutions de l'UE, y compris le Mécanisme Européen de Stabilité (MES), se tiennent prêtes à garantir la stabilité financière de la zone euro, Grèce inclus. La BCE a annoncé continuer à alimenter les banques grecques en liquidités à hauteur de 89 milliards d'euros, sans augmentation de ce plafond.

En Grèce

Le Parlement grec a voté un décret autorisant la tenue du référendum, avec le soutien de la coalition au pouvoir (Syriza et Grecs indépendants) et du parti d'extrême droite (Aube dorée). Tous les autres partis (de gauche et de droite) s'y sont opposés.

Un contrôle des capitaux et des dépôts a débuté lundi 29 juin, et les banques, les distributeurs de billets et la bourse d'Athènes ont fermé. A leur réouverture, les distributeurs de billets limitaient les retraits à 60 euros quotidiens. Les banques et la bourse grecques ne devraient pas rouvrir avant lundi 6 juillet, lendemain du référendum.

Il est difficile d'imaginer que la Grèce puisse rembourser la somme de 1,6 milliard d'euros due au FMI d'ici mardi soir. Un défaut technique est donc une quasi-certitude.

Ce que nous estimons probable – ce que nous supposons

La stratégie de Tsipras semble une nouvelle fois consister à forcer la main des créanciers de la zone euro afin d'obtenir de meilleures conditions et un engagement plus explicite en faveur d'un réaménagement de la dette.

Les partenaires de la zone euro pourraient tenter un dernier effort cette semaine (ce qui justifierait la stratégie supposée d'Alexis Tsipras). L'Allemagne et la France partagent une même position, le maintien de la Grèce dans la zone euro, qui peut se résumer comme suit : « Le maintien de la Grèce est crucial compte tenu de l'ampleur des incertitudes auxquelles nous serions confrontés en cas de 'Grexit'. Mais il ne peut être accepté à n'importe quel prix ». Une divergence apparaîtra sans doute lorsqu'il s'agira de fixer cette limite. Les Etats-Unis insistent de leur côté sur le maintien de la Grèce en zone euro pour des raisons de stabilité et de géopolitique.

La BCE devra prendre acte du défaut technique envers le FMI. Il semble hautement improbable que la BCE annule l'aide d'urgence aux banques grecques ou déclare les actifs garantis par le gouvernement grec (lesquels incluent les actifs des banques, car détenues par l'Etat) inéligibles comme collatéral. Par contre, il est probable qu'une décote

plus importante soit appliquée aux actifs grecs, ce qui réduirait les liquidités disponibles pour l'économie du pays, jusqu'à la tenue du référendum.

Ce que nous ne savons pas

La question de la constitutionnalité du référendum a été soulevée (notamment par l'ancien ministre des Finances Venizelos). En effet, la proposition sur laquelle les Grecs devront se prononcer porte presque entièrement sur des questions d'ordre budgétaire, qui ne sont pas censées être soumises à un référendum. En outre, étant donné le retrait par l'Eurogroupe de sa proposition, le vote portera sur un document qui n'a plus de valeur. Un autre coup de théâtre politique, i.e. un abandon du référendum et la convocation d'élections législatives anticipées, est dès lors possible (bien que peu probable).

Le non-paiement d'une échéance due au FMI alors qu'un délai de grâce a déjà été accordé (le regroupement des 3 échéances dus en juin en une seule payable à la fin du mois) semble un cas de figure inédit. Dès lors, nous ignorons dans quelle mesure les procédures habituelles suite au non-paiement d'une échéance (échanges bilatéraux, puis communication du directeur général au directoire, ce qui généralement peut prendre jusqu'à six semaines) restent valides. Ce point est important car une fois le directoire du FMI averti d'un défaut, le MES et l'EFSF devront estimer s'il convient ou non d'activer la clause de défaut croisé figurant dans l'accord passé avec la Grèce. Dans ce cas, l'EFSF demandera le remboursement immédiat des prêts déjà versés à la Grèce. La décision sera de toute évidence une décision politique.

A quoi faut-il s'attendre cette semaine (scénario le plus probable)

Les banques et le marché étant fermés, l'aide d'urgence maintiendra la liquidité du système bancaire (les opérations électroniques et le marché interbancaire devraient fonctionner presque normalement), au moins jusqu'à ce que la BCE prenne sa décision suite au défaut envers le FMI. Le plus probable est que l'augmentation des décotes ne rendra pas brusquement le système bancaire insolvable.

La réaction des marchés financiers devrait être brutale :

- L'euro pourrait se déprécier de 5% par rapport au dollar US.
- Nous nous attendons à une correction des marchés mondiaux :
 - o Les places boursières de la zone euro devraient baisser de 5 à 10%. En cas de succès du NON au référendum, la baisse pourrait atteindre 15%, principalement via le secteur financier.
 - o Les autres marchés baisseront, mais dans une moindre mesure. Une baisse de 5% nous paraît

vraisemblable en fonction du beta de chaque marché. Les Etats-Unis devraient corriger un peu moins.

- Les marchés Fixed Income devraient diverger :
 - o Les taux des bons du Trésor US, des Bunds et des obligations proches devraient baisser. Nous ne pouvons exclure une baisse momentanée des Bunds à 50 ou 60 pbs.
 - o Les spreads des obligations italiennes et espagnoles pourraient atteindre 200 pbs.

Nous saurons mercredi si les pays de la zone euro sont disposés à améliorer leur offre et à donner des précisions sur la prochaine étape si leur proposition était acceptée (investissements de l'UE en Grèce et réaménagement de la dette). La marge de manœuvre semble limitée, mais un geste de dernière chance n'est aucunement exclu.

Quid si le Oui l'emporte ?

Le gouvernement Syriza-Grecs indépendants démissionne et le président grec entame les consultations avec les différents partis pour former une nouvelle coalition. Une coalition élargie, englobant Syriza, est une possibilité. Dans le cas contraire, des élections devront être organisées

Il est probable que les créanciers internationaux assouplissent les conditions financières imposées à la Grèce, afin de permettre les paiements au FMI et à la BCE (le 20 juillet) et de stabiliser le système bancaire, le plafond appliqué aux retraits d'argent étant progressivement éliminé

Une fois le nouveau gouvernement en place, la proposition des créanciers est approuvée par le Parlement et les 15,7 milliards d'euros promis sont versés à la Grèce. Les négociations sur un troisième plan d'aide et le réaménagement de la dette démarrent peu après

Un fort rebond des marchés financiers est probable après l'annonce de la victoire du Oui. La politique de la Fed redeviendrait la préoccupation majeure des marchés.

Quid si le Non l'emporte ?

Les partenaires de la zone euro estimeront probablement que la population grecque a exprimé un choix incompatible avec le maintien de la Grèce dans la zone euro.

La Grèce fera clairement savoir que la dette due à la BCE ne sera pas remboursée, du moins pas à sa valeur nominale.

La BCE estimera probablement (mais pas immédiatement) que la Grèce a fait défaut et que les banques grecques sont insolubles, ouvrant la voie à l'annulation de l'aide d'urgence, ce qui entraînera la banqueroute immédiate du système bancaire.

Les mesures de contrôle des capitaux et des dépôts seront renforcées et l'on entamera les préparatifs de la sortie de la Grèce de la zone euro.

En cas d'attaques spéculatives sur la dette des pays périphériques (le Portugal étant particulièrement vulnérable), la BCE pourrait autoriser les banques centrales des pays membres à accroître leurs achats d'emprunts d'Etat nationaux dans le cadre du programme PSPP (Public Sector Purchase Program).

Néanmoins, il faut toutefois s'attendre à une réaction négative des marchés financiers, l'euro et les places boursières essuyant une baisse supplémentaire de 5 à 10%. Il est peu probable que les spreads de la dette des pays

périphériques s'écartent à nouveau en raison du soutien probable de la BCE.

La volatilité des marchés financiers pourrait convaincre la Fed de laisser ses taux inchangés lors de sa réunion de septembre :

Les pays de l'Union européenne, avec le soutien des Etats-Unis, feront leur possible pour assurer le maintien de la Grèce dans l'UE, afin d'éviter l'instabilité politique dans le sud-est de l'Europe. Cependant, cette décision sera entre les mains de la coalition emmenée par Syriza et le scénario du pire – la sortie de la Grèce de la zone euro – deviendra alors possible.

La Grèce pourrait connaître de graves troubles sociaux

Notre recherche est disponible sur internet : <http://www.axa-im.com/fr/research>

Et aussi sur l'application AXA IM Insight



Disponible sur



AVERTISSEMENT

Ce document est exclusivement conçu à des fins d'information. Il ne constitue ni un élément contractuel, ni un conseil en investissement. Il a été établi sur la base d'informations, projections, estimations, anticipations et hypothèses qui comportent une part de jugement subjectif. Ses analyses et ses conclusions sont l'expression d'une opinion indépendante, formée à partir des informations disponibles à une date donnée. Ainsi, compte tenu du caractère subjectif et indicatif de ces analyses, nous attirons votre attention sur le fait que l'évolution effective des variables économiques et des valorisations des marchés financiers pourrait s'écarter significativement des indications (projections, estimations, anticipations et hypothèses) qui vous sont communiquées dans ce document. En outre, du fait de leur simplification, les informations contenues dans ce document peuvent n'être que partielles. Elles sont susceptibles d'être modifiées sans préavis et AXA Investment Managers n'est pas tenu de les mettre à jour systématiquement. Toutes ces données ont été établies sur la base d'informations rendues publiques par les fournisseurs officiels de statistiques économiques, et de marché. La responsabilité d'AXA Investment Managers ne saurait être engagée du fait des informations contenues dans ce document et notamment par une prise de décision de quelque nature que ce soit sur la base de ces informations. L'ensemble des graphiques du présent document, sauf mention contraire, ont été établis à la date de publication de ce document.

En outre, compte tenu du caractère subjectif des analyses et jugements précités, il convient de souligner que les informations, projections, estimations, anticipations, hypothèses et/ou opinions éventuelles ne sont pas nécessairement utilisées ou suivies par les équipes de gestion d'AXA IM ou de ses affiliés qui agissent en fonction de leurs propres convictions et dans le respect de l'indépendance des fonctions au sein de la Société.

Les destinataires de ce document s'engagent à ce que l'utilisation des informations y figurant soit limitée à la seule évaluation de leur intérêt propre en considération des stratégies visées. Toute reproduction partielle ou totale des informations ou du document est soumise à une autorisation préalable expresse de la Société.

Ni MSCI ni aucun autre tiers impliqué dans ou associé à la composition, au calcul ou à la création des données MSCI ne font aucune déclaration ni n'offrent aucune garantie expresse ou implicite quant à ces données (ou aux conséquences de leur utilisation), et l'ensemble desdits tiers décline expressément par les présentes toute responsabilité concernant l'originalité, l'exactitude, l'exhaustivité, la conformité de tout ou partie de ces données. Sans limitation de ce qui précède, MSCI, ses filiales ou tout autre tiers impliqué dans ou associé à la composition, au calcul ou à la création des données ne sauraient en aucun cas être tenus pour responsables d'aucuns dommages directs, indirects, spéciaux, punitifs, consécutifs ou autres (y compris les pertes encourues) même si l'éventualité de ces dommages leur a été signifiée. Toute reproduction ou distribution des données MSCI est interdite, sauf consentement exprès et écrit de MSCI.

Rédacteur : AXA Investment Managers – « Cœur Défense » Tour B – La Défense 4 – 100, Esplanade du Général De Gaulle – 92400 Courbevoie. Société anonyme immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 393 051 826.

© AXA Investment Managers 2015